قطاع الرعاية الصحية السعودي - البدء بالتغطية

أساس قوي للنمو

ديبانجان راي
DipanjanRay@FransiCapital.com.sa
+٩٦٦ ١١ ٢٨٢٦٨٦١

عبدالعزيز جودت
AJawdat@FransiCapital.com.sa
+٩٦٦ ١١ ٢٨٢٦٨٥٦



يرجى الرجوع الى شروط الاستخدام الهامة، واخلاء المسؤولية والإفصاحات المذكورة في التقرير



أساس قوي للنمو المستمر

- **أسس قوية ومستمرة:** يوفر قطاع الرعاية الصحية في المملكة فرصة جذابة للاستثمار بدعم من عوامل الاقتصاد الكلي القوية، حيث التركيبة السكانية المواتية (عدد السكان ٢٩,٢ مليون نسمة)، ارتفاع مستوى الدخل (متوسط دخل الفرد من الناتج المحلي الإجمالي ٢٣,٥٩٩ دولار أمريكي في العام ٢٠١١، بنمو عن العام السابق بنسبة ٢٤٪)، وازدياد الإصابة بالأمراض ذات العلاقة بتغير أنماط الحياة في المملكة (انتشار مرض السكر بنسبة ١٥٪)، مما سيدعم الطلب على خدمات الرعاية الصحية، كما يمثل العجز في أعداد الأسرة في المستشفيات (احتياج متوقع لما بين ١١,٠٠٠ الى ١٢,٠٠٠ سرير إضافي بحلول العام ٢٠١٦)، مما يمثل فرصة للقطاع الخاص. إن الدعم الحكومي من خلال المبادرات المقدمة للقطاع الخاص (تمويل بدون فوائد لمشاريع المستشفيات يصل الى ٢٠٠ مليون ر.س.) يؤهل الشركات التالية للعب أدوار أكبر، وهي: شركة المواساة للخدمات الطبية (تداول: ٤٠٠٢، المواساة)، شركة دلة للخدمات الصحية القابضة (تداول: ٤٠٠٤، دلة الصحية)، والشركة الوطنية للرعاية الصحية (تداول: ٤٠٠٥، رعاية).

- **المواساة (شراء، السعر المستهدف: ١٠٢ ر.س. للسهم)، اختيارنا الأول من القطاع:** في هذا التقرير، نبدأ تغطية الثلاث شركات المدرجة في قطاع الرعاية الصحية: المواساة، دلة الصحية، ورعاية. بالنظر إلى عوامل النمو القوي والوضع في السوق، وإعجابنا بالشركات الثلاث المدرجة، إلا أننا نفضل شركة المواساة على نظيرتيها دلة الصحية ورعاية، ونمنحها توصية شراء بسعر مستهدف يبلغ ١٠٢ ر.س. للسهم لتكون بذلك خيارنا الأول من شركات القطاع. قد يبدو أن سعر السهم مرتفع، حيث يبلغ مكرر الربحية المتوقع للعام القادم ١٨,٢ مرة، لكننا نعتقد بنضج أداء الشركة وتحقيقها لنتائج جيدة يمنحها علاوة وتقييم إضافيين. إن تواجد الشركة في كل من المنطقتين الشرقية والغربية (وخاصة في الرياض والمدينة المنورة حيث يتواجد ما يقارب ٣٢٪ من اجمالي عدد السكان) يوضح تنوعها وضخامتها (الأكبر ضمن شركات الرعاية الصحية المدرجة)، كما انعكس الأداء الرفيع على هامش ربح تشغيلي كبير بنسبة ٢٣,٧٪ للعام ٢٠١٣ (متوقع)، وذلك أعلى بمقدار ٦٠٠ نقطة أساس عن متوسط الشركات المماثلة. أيضاً، من المتوقع أن تنمو الإيرادات بمعدل سنوي مركب يقارب ١٩٪ خلال فترة توقعاتنا من العام ٢٠١٣ الى العام ٢٠١٥، حيث أن لديها نموذج نمو قوي مما يقدم دعماً إضافياً للتقييم. من جانب آخر، وبينما ننظر بإيجابية إلى التوسعات المتوقعة في كل من دلة الصحية (السعر المستهدف: ٧٠ ر.س. للسهم) ورعاية (السعر المستهدف: ٥٦ ر.س. للسهم)، لكننا نعترف باحتمال وجود مخاطر ذات علاقة بالتنفيذ، ولذلك نفضل الانتظار لنتأكد من التنفيذ بشكل جيد.

- **تقييم قوي للقطاع مدفوعا بالنمو القوي:** يتداول قطاع الرعاية الصحية السعودي بمكرر ربحية متوقع ١٨,٣ مرة لعام ٢٠١٤ (أعلى ٦٪ عن الشركات المماثلة في منطقة الشرق الأوسط وأفريقيا وأقل من الشركات المماثلة العالمية بنسبة ٥٪) مما يجعل سعر السهم مرتفعاً للوهلة الأولى. بحسب وجهة نظرنا، فان فرص النمو المرتفعة للأرباح تزيد من أسبابنا في التقييم القوي للشركة. وعلى مستوى مؤشر القطاع، فإننا نتوقع أن تنمو أرباح قطاع الرعاية الصحية بمعدل نمو سنوي مركب متوقع يقارب ٢٥٪ لأعوام ٢٠١٣-٢٠١٥ (مقابل ٨,٨٪ لأعوام ٢٠١١-٢٠١٣) مقابل نمو إيرادات ١٥٪ لمؤشر لتداول. وكما سيكون لزيادة الطاقة الاستيعابية للقطاع ان تزيد من عدد الأسرة، نعتقد أن الاستفادة من اقتصاديات الحجم الكبير ستؤدي إلى زيادة هوامش الربحية للقطاع (زيادة ٢٩٧ نقطة أساس ما بين ٢٠١٣-٢٠١٥ متوقع) بقيادة كل من شركتي رعاية ودلة - تتبعهما شركة المواساة في سعي للوصول إلى مستوى هوامش الربحية لدى رعاية ودلة.

- **أوضاع مواتية في السوق المالية مما يرفع التقييم:** نظراً لتركيز الحكومة القوي على زيادة مشاركة القطاع الخاص، فإن الشركات الخاصة تتنافس فيما بينها للاستفادة من الفرص التي يوفرها قطاع الرعاية الصحية مما انعكس على خططها التوسعية للطاقة الاستيعابية. في حين ان الإدراج الحديث لسهم شركة دلة للخدمات الصحية القابضة في عام ٢٠١٢ والشركة الوطنية للرعاية الطبية - رعاية في عام ٢٠١٣، يشير إلى أن الشركات الخاصة ستكون قادرة على التوجه للأسواق الرأسمالية للحصول على تمويل لخطط التوسع في الطاقة الاستيعابية، بالنظر الى قوة الأداء السعري للشركات الثلاث المدرجة منذ الاكتتاب العام (المواساة: ارتفاع ٢٨٩٪، ودلة : ارتفاع ٦٧٪ ، ورعاية: ١٠٠٪ عن سعر الإصدار الأولي)، علاوة على ذلك، وبحسب وجهة نظرنا، فإن عملية الادراج القادمة سيكون لطرح أسهم مجموعة د. سليمان الحبيب الطبية ومستشفى المانع العام في عام ٢٠١٤ دور محفز لزيادة رغبة المستثمرين في القطاع، وكما يمكن لها أن ترفع من تقييم الشركات المدرجة.

ملخص التوصية

الشركة	التوصية	السعر	السعر المستهدف	التغير
المواساة	شراء	٨٦,٠	١٠٢	٪١٨,٦
دلة الصحية	احتفاظ	٦٧,٥	٧٠	٪٣,٧
رعاية	احتفاظ	٥٤,٥	٥٦	٪٢,٨

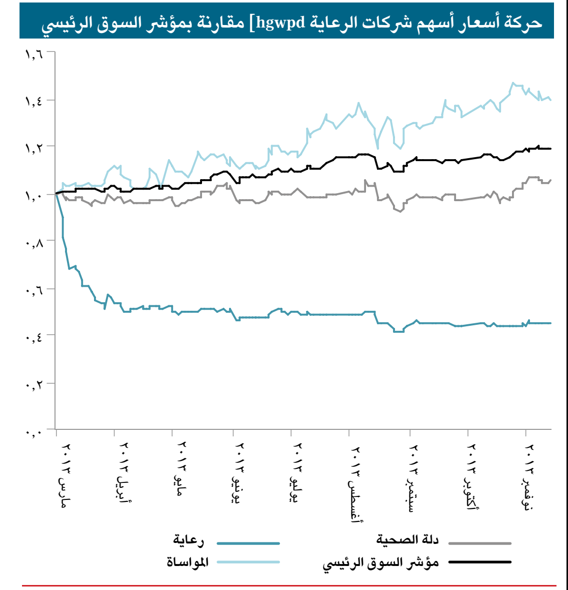
* السعر كما في ٢٥ نوفمبر ٢٠١٣

ملخص التقييم المتوقع للعام ٢٠١٤ على أساس أسعار السوق الحالية

الشركة	مكرر الربحية	مكرر EV/ EBITDA *	عائد توزيع الربح
المواساة	١٨,٢	١٤,٢	٢,٧
دلة الصحية	١٨,٥	١٣,٧	٢,٧
رعاية	١٨,٠	١٤,٣	٣,٤

* قيمة الشركة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء

حركة أسعار أسهم شركات الرعاية [hgwpd مقارنة بمؤشر السوق الرئيسي



المصدر: بلومبرغ

ديبانجان راي
DipanjanRay@FransiCapital.com.sa
+٩٦٦ ١١ ٢٨٢٦٨٦١

عبدالعزيز جودت
AJawdat@FransiCapital.com.sa
+٩٦٦ ١١ ٢٨٢٦٨٥٦





ملخص

قطاع خدمات الرعاية الصحية

يوفر قطاع الخدمات الصحية في المملكة العربية السعودية فرصة استثمارية جذابة. ويتوقع أن يكون لكل ما يلي من عوامل اثر على زيادة الطلب على الخدمات الصحية ذات الجودة العالية وهي: التركيبة السكانية المواتية (التعداد السكاني لعام ٢٠١٢: ٢٩,٢ مليون نسمة، بنمو عن العام الماضي بنسبة ٢,٩٪، معدل نمو سنوي مركب بلغ ٣,٠٪ للفترة من ٢٠٠٠ الى ٢٠١٢)، ارتفاع مستويات الدخل (الناتج المحلي الاجمالي السنوي للفرد ٢٣,٥٩٩ في عام ٢٠١١، ارتفاع عن العام الماضي بنسبة ٢٤٪)، تزايد الأمراض ذات العلاقة بنمط الحياة المعاصرة (على سبيل المثال انتشار مرض السكر بنسبة ١٥٪) والوعي الصحي المتزايد (نظراً لانخفاض مستوى الأمية وزيادة درجة التمدن).

من جانب آخر، فإن العجز في عدد الأسرة في المستشفيات (متوسط عدد الأسرة لكل ١٠٠٠ نسمة هو ٢,٢ في حين يبلغ المتوسط العالمي ٣,٠) يوفر فرصا لشركات الرعاية الصحية الخاصة. تهيمن الحكومة من خلال وزارة الصحة على قطاع الرعاية الصحية اقتصادياً (٦٩٪ من المستشفيات و٧٧٪ من الطاقة الاستيعابية للأسرة)، إلا أن الحكومة تقدم سبل الدعم والمبادرات لتشجيع الشركات الخاصة للاستثمار في هذا القطاع، مثل تقديم تسهيلات تمويلية بدون فوائد للمستشفيات الخاصة بسقف أعلى يبلغ ٢٠٠ مليون ريال سعودي. من المتوقع ان يؤدي ارتفاع اعداد المراجعين الداخليين (في عام ٢٠٠٩: ٣,٠ مليون) والخارجيين (في عام ٢٠٠٩: ١٣١,٢ مليون مريض) الى رفع معدل استغلال الطاقة الاستيعابية في شركات الرعاية الصحية المحلية، وكما أن تحسن أسعار الخدمات (خاصة للمرضى المسجلين في شركات التأمين) سيساعد في رفع هوامش الربحية لديها.

الشركات الخاصة المدرجة في السوق المالية السعودية

لدى قطاع الخدمات الصحية السعودي ثلاثة شركات خاصة مدرجة في السوق المالية السعودية، وهي: شركة المواساة للخدمات الطبية – المواساة (تداول: ٤٠٠٢) وشركة دلة للخدمات الصحية القابضة – دلة الصحية (تداول: ٤٠٠٤) والشركة الوطنية للرعاية الطبية – رعاية (تداول:٤٠٠٥). يبلغ اجمالي الطاقة الاستيعابية للأسرة في الشركات الثلاثة في المملكة ١,٣٩١ سرير، ولها دور مكمل للمراكز الصحية الحكومية في تلبية الطلب على خدمات الرعاية الصحية العامة والمتخصصة. حققت الشركات الثلاث المدرجة اجمالي إيرادات بلغت ٥١٣ مليون ريال سعودي في نهاية الربع الثالث ٢٠١٣ واجمالي الرسملة السوقية بقيمة ٩,٤ مليار ريال سعودي (١,٣٪ من اجمالي قيمة الأسهم الحرة في السوق السعودي).

كانت شركة المواساة للخدمات الطبية اول من طرحت أسهمها من شركات الرعاية الصحية للاكتتاب العام للحصول على تمويل بقيمة ٣٣٠ مليون ريال سعودي وذلك في تاريخ ٢ سبتمبر ٢٠٠٩، وقد تم تغطية هذا الطرح ٤,٧ مرة مما يعكس إقبال المستثمرين على أسهم خدمات الرعاية الصحية، تليها شركة دلة للخدمات الصحية القابضة حيث كانت ثاني شركة يتم إدراج أسهمها على مؤشر قطاع الخدمات الصحية السعودي من خلال طرح العام بقيمة ٥٣٩,٦ مليون ريال سعودي، وبتغطية ٣,١ مرة. أخيراً أُدرجت الشركة الوطنية للرعاية الطبية في تاريخ ١٣ مارس ٢٠١٣ بطرحها أسهم بقيمة ٣٦٤,٥ مليون ريال سعودي بتغطية ٧,١ مرة.

الشكل ١: قطاع الرعاية الصحية السعودي - ملخص العوائد

	المواساة	مؤشر السوق الرئيسي	دلة الصحية	مؤشر السوق الرئيسي	رعاية	مؤشر السوق الرئيسي
منذ الطرح العام	٪٢٨٩	٪٤٩	٪٦٧	٪٢١	٪١٠٠	٪١٩
منذ بداية السنة	٪٦٠	٪٢٣	٪٣	٪٢٣	*٪١٠٠	٪٢٣
الربع الثالث ٢٠١٣	٪١٩	٪٦	٪١	٪٦	-٪٦	٪٦

المصدر: تداول وبلومبرغ وزاوية
المصدر: *العائد منذ بداية السنة نفس الطرح الأولي

الشكل ٢: نظرة على قطاع الرعاية الصحية السعودي، التوقعات للعامين ٢٠١٤ و٢٠١٥

	المبيعات (مليون ر.س.)		الهامش التشغيلي		صافي الربح (مليون ر.س.)		الربح الموزع للسهم	
	٢٠١٤ متوقع	٢٠١٥ متوقع	٢٠١٤ متوقع	٢٠١٥ متوقع	٢٠١٤ متوقع	٢٠١٥ متوقع	٢٠١٤ متوقع	٢٠١٥ متوقع
المواساة	١,١٠٣	١,٢٥٧	٢٣,٨	٢٣,٨	٢٣٦	٢٦٩	٢,٣٦	٢,٦٩
دلة الصحية	٨٥٧	١,٠٥٢	٢١,٣	٢٢,٧	١٧٢	٢٢٤	١,٨٢	٢,٣٨
رعاية	٦٧٤	٧٥٧	٢٠,٠	٢٢,٢	١٣٦	١٦٩	١,٨٧	٢,٣٢

المصدر: السعودي الفرنسي كابيتال

خيارنا الأول: المواساة (التوصية: شراء، السعر المستهدف: ١٠٢ ريال سعودي للسهم)

حازت شركة المواساة على اختيارنا الأول في شركات قطاع الرعاية الصحية السعودي. تبدوا الشركة جذابة للاستثمار بالنظر إلى الأساسيات القوية التي تدعم نموها. إن انتشار نطاق عمليات شركة المواساة، بالمقارنة مع الشركات المدرجة الاخرى، بالإضافة إلى خطط الشركة التوسعية الطموحة تؤهلها للاستفادة من الطلب المتنامي على الخدمات الصحية في المملكة. كما ان مستشفيات الشركة تعمل عند مستويات اشغال مرتفعة، ومن المتوقع ان تسرع اقتصاديات الحجم الكبير من تحقيق الارباح للمستثمرين (عائد متوقع ١٥٪ تقريبا خلال الفترة من ٢٠١٢ الى ٢٠١٨). يبلغ مكرر الربحية المتوقع للعام ٢٠١٤ ما يقارب ١٨,٢ مرة، مما لا يجعل سهم المواساة رخيص الثمن ولكننا نعتقد ان سعر السهم لديه فرصة للارتفاع بالنظر إلى الأداء التاريخي للشركة وارتفاع الربحية مقارنة بالشركات المدرجة الاخرى. تبدأ تغطية شركة المواساة بتوصية "شراء" وسعر سهم مستهدف ١٠٢ ر.س. للسهم، بفرصة للارتفاع بنسبة ١٨,٦٪.





نظرة عامة

ارتفعت إيرادات شركات الرعاية الصحية الثلاث المدرجة في المملكة العربية السعودية خلال فترة الأرباع الأربعة الأخيرة (الربع الرابع ٢٠١٢ الى الربع الثالث ٢٠١٣؛ الربع الرابع ٢٠١٢: نمو ١٧٪ عن الربع المماثل من العام ٢٠١١؛ الربع الاول ٢٠١٣: نمو ١٥٪ عن الربع المماثل من العام ٢٠١٢؛ الربع الثاني ٢٠١٣: نمو ١٢٪ عن الربع المماثل من العام ٢٠١٢؛ الربع الثالث ٢٠١٣: نمو ١٤٪ عن الربع المماثل من العام ٢٠١٢). عموماً، فقد اظهر صافي الربح للشركات انخفاضاً في آخر ربعين، نظراً لتأثر اداء الربع الثاني ٢٠١٣ بارتفاع التكاليف (نمو ١٨٪ عن الربع المماثل من العام ٢٠١٢)، ومن ناحية اخرى، كان النمو في صافي الربح للربع الثالث ٢٠١٣ أقل (انخفاض ١٥٪ عن الربع السابق، نمو ٥٪ عن الربع المماثل من العام الماضي، وذلك على أساس إجمالي صافي الربح للشركات الثلاث – المواساة ودلة ورعاية) وذلك نظراً لتراجع عدد زيارات المرضى عن المستوى المعتاد له خلال العطلة الصيفية وشهر رمضان المبارك. في الربع الأخير(الربع الثالث ٢٠١٣)، شكلت ايرادات وصافي ربح شركة المواساة النسبة العظمى في اجمالي إيرادات وصافي ربح الشركات الخاصة الثلاث المدرجة في المملكة ، حيث بلغت بالنسبة للإيرادات(٤١٪ مقابل ٤٢٪ في الربع الرابع ٢٠١١) وبالنسبة لصافي الربح (٥٢٪ مقابل ٣٩٪ في الربع الرابع ٢٠١١).

جميع المبالغ بالمليون ر.س. ما لم يذكر خلاف ذلك	الربع الرابع ٢٠١١	الربع الأول ٢٠١٢	الربع الثاني ٢٠١٢	الربع الثالث ٢٠١٢	الربع الرابع ٢٠١٢	الربع الأول ٢٠١٣	الربع الثاني ٢٠١٣	الربع الثالث ٢٠١٣
المواساة								
المبيعات	١٩٠	١٩٦	٢٠١	١٨٧	٢١٣	٢١٩	٢٢٩	٢١٢
التغير عن السنة السابقة		٪١٧,٢	٪٢١,٦	٪١٩,٣	٪١٢,٣	٪١٢,١	٪١٤,٠	٪١٣,٠
التكاليف	(١٤٨)	(١٤٢)	(١٤٩)	(١٥٠)	(١٦٩)	(١٦١)	(١٦٩)	(١٦٣)
التغير عن السنة السابقة		٪١٧,٤	٪٢٠,٨	٪٢٨,٢	٪١٤,٥	٪١٣,٢	٪١٣,٥	٪٨,٤
صافي الربح	٣٥	٤٦	٤٧	٣٥	٤٣	٥٣	٥٤	٤٤
التغير عن السنة السابقة		٪١٨,٤	٪١٦,٧	٪٥,١	٪٢٢,٦	٪١٣,٣	٪١٤,٦	٪٢٤,٥
ربح السهم (ر.س)	٠,٦٩	٠,٩٣	٠,٩٥	٠,٧١	٠,٨٥	١,٠٠	١,٠٨	٠,٨٨
التغير عن السنة السابقة		٪١٨,٤	٪١٦,٧	٪٥,١	٪٢٢,٦	٪١٣,٣	٪١٤,٦	٪٢٤,٥
دلة الصحية								
المبيعات	١٤٢	١٥٤	١٦١	١٤٢	١٧٨	١٨٤	١٨٨	١٦٧
التغير عن السنة السابقة		٪١٨,٥	٪١٠,٨	٪٢٢,٠	٪٢٥,٢	٪١٩,٣	٪١٦,٤	٪١٧,٤
التكاليف	(١١٨)	(١١٦)	(١٢٣)	(١٢٠)	(١٤٤)	(١٤٥)	(١٥٨)	(١٤٥)
التغير عن السنة السابقة		٪١٦,٠	٪٩,١	٪٢١,٤	٪٢٢,٣	٪٢٥,٦	٪٢٨,٠	٪٢١,٠
صافي الربح	٣٦	٣٨	٣٧	٢٤	٣٧	٣٩	٢٤	٢٢
التغير عن السنة السابقة		٪٧,٧	٪٣٦,٧	٪٥٤,٣	٪٥,١	٪٢,٨	٪٣٦,٣-	٪٨,٦-
ربح السهم (ر.س)	٠,٧٥	٠,٨٠	٠,٧٩	٠,٥	٠,٧٩	٠,٨٣	٠,٥٠	٠,٤٦
التغير عن السنة السابقة		٪٧,٧	٪٣٦,٧	٪٥٤,٣	٪٥,١	٪٢,٨	٪٣٦,٣-	٪٨,٦-
رعاية								
المبيعات	١١٨	١٢٩	١٣٧	١٢١	١٣٨	١٤٥	١٤٢	١٣٥
التغير عن السنة السابقة		٪١٣,٠	٪١٥,١	٪١٣,٦	٪١٦,٢	٪١٢,٨	٪٣,٦	٪١١,٢
التكاليف	(٩٨)	(١٠٠)	(١٠٧)	(٩٩)	(١١٤)	(١١٤)	(١٢١)	(١١٧)
التغير عن السنة السابقة		٪١٧,٤	٪١٦,٨	٪١٢,٨	٪١٦,٤	٪١٤,٢	٪١٢,٨	٪١٧,٩
صافي الربح	١٩	٢٩	٣٠	٢١	٢٥	٣١	٢٢	١٩
التغير عن السنة السابقة		٪١,١	٪٣,٣	٪١٠,٨	٪٢٨,٨	٪٧,٨	٪٢٥,٠-	٪١٢,٤-
ربح السهم (ر.س)	٠,٤٣	٠,٦٤	٠,٦٦	٠,٤٨	٠,٥٦	٠,٦٩	٠,٤٩	٠,٤٢
التغير عن السنة السابقة		٪١,١	٪٣,٣	٪١٠,٨	٪٢٨,٨	٪٧,٨	٪٢٥,٠-	٪١٢,٤-

المصدر: القوائم المالية للشركات وأبحاث السعودي الفرنسي كابيتال

نبذة عن الشركات

شركة المواساة للخدمات الطبية

قائدة شركات الرعاية الصحية

- **الحضور الكبير يعزز موقعها ضمن شركات الرعاية الصحية:** وفقاً لحصة شركة المواساة في قطاع الرعاية الصحية تكون هي شركة الرعاية الصحية الأكبر في المملكة، مما يجعلها جذابة للمستثمرين الباحثين عن الحضور في قطاع الرعاية الصحية السعودي. لدى المواساة ٤٫٧٪ من اجمالي عدد مراجعي العيادات الخارجية في القطاع الخاص السعودي و٨٫١٪ من الداخلي، وهي النسبة الأعلى في المملكة. بالمقارنة مع الشركات الأخرى المدرجة في السوق المالية السعودية، تستفيد شركة المواساة من شبكة تغطية خدماتها، حيث لديها أربع مستشفيات في المناطق الشرقية والغربية. لدى الشركة تواجد قوي في مركز الصناعة في المملكة، فعلى سبيل المثال، بلغت حصة الشركة من مراجعي العيادات الخارجية ١٦٪ والداخلين ما يقارب ٢٨٪ في المنطقة الشرقية، كما أن خدمات الشركة تغطي الطلب من الشركات الكبيرة بالإضافة إلى الجمهور، كما أن بدء تواجدها في كل من الرياض والمدينة المنورة في الربع الأول ٢٠١٤ (متوقع)، حيث تمثلان ما يقارب ٣٢٪ من اجمالي عدد السكان في المملكة، سيعزز أيضاً من قوة الشركة.

- **وضع أقوى مع خطط التوسع الاستراتيجي:** نعتبر خطط التوسع لدى شركة المواساة عاملاً إيجابياً إضافياً بالنظر إلى قوة الطلب على خدمات الرعاية الصحية في المملكة. من المتوقع أن يرتفع عدد الأسرة والعيادات بمعدل ٨٣٪ و٥٢٪ على التوالي خلال الفترة ما بين العام ٢٠١٢ والعام ٢٠١٨، وذلك مع افتتاح مستشفى في الرياض في العام ٢٠١٤ وآخر في الخبر في العام ٢٠١٨، كما أنه من المتوقع أن يتم توسعة المرافق في الجبيل في الربع الأول من العام ٢٠١٥. تتوقع الشركة أن تبلغ النفقات الرأسمالية لزيادة الطاقة الاستيعابية خلال الفترة من ٢٠١٢ إلى ٢٠١٨ ما يقارب ٧٨٠ مليون ر.س. والتي يقابلها ما يقارب ٤٥٪ نمواً في المبيعات (معدل سنوي مركب بحدود ١٥٫١٪). هذه التوسعات ستمكن شركة المواساة من الاستفادة من النمو المتوقع في الطلب على خدمات الرعاية الصحية في المملكة.

- **تحسن الهامش بدعم من تحسن الأسعار:** من المتوقع أن يؤدي موقف الشركة القوي في مفاوضة شركات التأمين والمنتفعين المباشرين حول الأسعار المقدمة، إلى تحسن العائد من كل مراجع ما بين ٥٪ إلى ١٠٪ خلال فترة التوقعات. على الأرجح، ستؤدي التوسعات إلى زيادة المصروفات لكل مراجع مع انخفاض مستوى استغلال الطاقة الاستيعابية في الأيام الأولى (مرحلة البدء بتقديم الخدمات)، ولذلك نتوقع أن يؤدي التحسن الكبير في أسعار خدمات المواساة الى التخفيف من تأثير الانخفاض على الهوامش. أيضاً، من المتوقع أن يؤدي تحسن الأسعار في ظل عدم وجود تكاليف توسعات إلى تحسن الهوامش للعام ٢٠١٣. من هنا، نتوقع أن تكون هوامش التشغيل بحدود ٢٤٪ نتيجة لانخفاض معدل استغلال الطاقة وتكاليف الموظفين الجدد ومصاريف الترويج.

- **نبدأ بتوصية "شراء" بسعر مستهدف ١٠٢ ر.س. للسهم:** إن قوة التدفقات النقدية لدى شركة المواساة (بلغ رصيد النقد وما في حكم النقد بنهاية الربع الثالث ٢٠١٣ مبلغ ١٣٢ مليون ر.س.)، بالإضافة إلى الدعم المالي الحكومي، يؤهلها للوفاء بمتطلبات الإنفاق الرأسمالي. من المتوقع أن تستمر شركة المواساة بتوزيع ما نسبته ٥٠٪ من صافي الربح كأرباح نقدية للمساهمين، مما يشكل عائد توزيع أرباح الى السعر ما بين ٢٫٢٪ و٤٫٦٪ خلال الفترة ما بين العام ٢٠١٢ إلى ٢٠١٨ (متوقع). تشمل المخاطر الإيجابية على سعر السهم المستهدف ارتفاع مستوى استغلال الطاقة الإنتاجية الى الحد الذي تضطر معه الشركة الى تنفيذ توسعات إضافية، أما المخاطر السلبية تتمثل في ضعف آلية تسعير الخدمات والتأخر في افتتاح المستشفيات الجديدة.

ملخص التوصية	
التوصية	شراء
السعر المستهدف (ر.س.)	١٠٢
التغير	١٨٫٦٪

بيانات السهم		
سعر الإغلاق*	ر.س.	٨٦٫٠
الرسملة السوقية	مليون ر.س.	٤٫٣٠٠
عدد الأسهم القائمة	مليون	٥٠
أعلى سعر خلال ٥٢ أسبوع	ر.س.	٩٢٫٥
أدنى سعر خلال ٥٢ أسبوع	ر.س.	٤٨٫٢
التغير في السعر منذ بداية السنة	٪	٦٠٫٠
ربح السهم المتوقع للعام ٢٠١٤	ر.س.	٤٫٧
رمز السهم (رويترز/بلومبرغ)	4002.SE	MOUWASAT AB

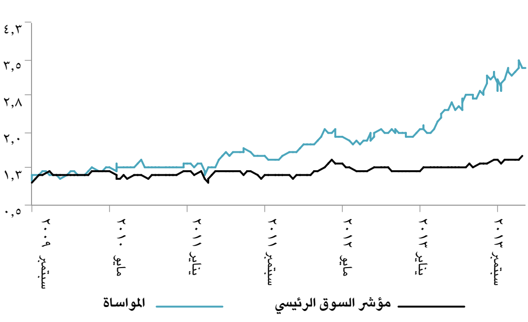
* السعر كما في ٢٥ نوفمبر ٢٠١٣

بنية المساهمة (٪)	
الجمهور	٤٧٫٥
الأستاذ محمد سلطان السبيعي	١٧٫٥
الأستاذ ناصر سلطان السبيعي	١٧٫٥
الأستاذ سليمان محمد السليم	١٧٫٥

أهم النسب السعرية	٢٠١٣ متوقع	٢٠١٤ متوقع
مكرر الربحية (x)	٢٢٫٤	١٨٫٢
مكرر EV/EBITDA (x) *	١٧٫٤	١٤٫٢
عائد توزيعات الأرباح الى السعر (٪)	٢٫٢	٢٫٧

* قيمة الشركة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء





المصدر: بلومبرغ

ديبانجان راي
DipanjanRay@FransiCapital.com.sa
+٩٦٦ ١١ ٢٨٢٦٨٦١

عبدالعزيز جودت
AJawdat@FransiCapital.com.sa
+٩٦٦ ١١ ٢٨٢٦٨٥٦

شركة دلة للخدمات الصحية القابضة

الاستفادة من التوسعات

- **التركيـز عـلى الخدمات المتخصصة:** حققت شركة دلة للخدمات الصحية القابضة (دلة) في عام ٢٠١١ مركزاً تنافسياً قوياً، حيث بلغت نسبة ٣٪ من الطاقة الاستيعابية لأسرة مستشفيات الشركات الخاصة وما يقارب ٢٪ من اجمالي عدد المرضى المراجعين في مستشفيات القطاع الخاص في المملكة العربية السعودية. تتركز الخدمات الصحية للشركة في مدينة الرياض، التي تعد المركز التجاري للمملكة وموطناً لما يقارب ٢٥٪ من إجمالي سكان المملكة. تركز شركة دلة على تقديم خدمات رعاية صحية متخصصة من خلال فريق من الاطباء المؤهلين ذوي السمعة الجيدة مما مكن الشركة من تحقق ثاني أعلى مركز في قيمة الإيرادات لكل مراجع ذلك بعد شركة رعاية. كما ان أسهم الشركة ذات العلامة التجارية القوية واضحة من خلال مستويات اشغال عالية لمستشفيات وعيادات دلة (تقريبا ٧٧٪) مقابل حوالي ٥٠٪ الى ٦٥٪ اخرى لدى الشركات المدرجة الاخرى.

- **مشاريع جديدة لتعزيز توفير الخدمات المتخصصة:** تخطط شركة دلة لافتتاح مستشفى اطفال جديد في الرياض بنهاية عام ٢٠١٣. من المتوقع ان تحتوي المنشأة ٧٠ سريراً، الأمر الذي سيزيد من عدد الاسرة الاجمالي للشركة بنسبة تقارب ١٩٪ اي ٤٤٧ سريراً في عام ٢٠١٣، مع استثمار اجمالي قدره ٨٨ مليون ريال سعودي. تهدف الشركة كذلك الى اضافة ٦٥ عيادة اخرى لقسم العيادات الخارجية لمستشفى دلة في الربع الرابع من عام ٢٠١٤، كما تهدف شركة دلة في عام ٢٠١٧ للبدء في عمليات مستشفى جديد في غرب الرياض بطاقة استيعابية من الاسرة مقدارها ٣٠٠ سرير و ٨٠ عيادة خارجية و اجمالي استثمار بقيمة ٥٠٠ مليون ريال سعودي. نحن نتوقع ان تطوير هذه الطاقات الاستيعابية سيؤدي الى نمو يقارب ٦٩٪ في الايرادات (معدل نمو سنوي مركب بلغ تقريبا ٢٠,٦٪ خلال الفترة من ٢٠١٢ الى ٢٠١٨). في حين تسعى الشركة حاليا الى التركيز على منطقة جغرافية معينة، الرياض مثلا، حيث لديها الولاء والانتماء للعلامة التجارية القوية. نحن نتعقد ان توسع شركة دلة في توفير الخدمات المتخصصة والتي تتطلب اسعار اعلى يمكن ان تقدم المزيد من الدعم لتحسين الايرادات.

- **هوامش جيدة من الصيدلة مع تحسن الأسعار:** يحظى قطاع الصيدلة الخاص بشركة دلة بأعلى الهوامش (تقريبا ٣٣٪ في الربع الثالث من ٢٠١٣) بالنسبة الى إيراداتها من قطاع الرعاية الصحية، والذي يمكن ان ينسب الى بيعها للأعشاب بالجملة مما يحقق هوامش مرتفعة بالإضافة الى مستحضرات التجميل، وارتفاع الإيرادات لكل مراجع نتيجة الخدمات الخاصة التي تساهم في رفع التسعيرة (معدل نمو سنوي مركب بلغ تقريبا ٨٪ في الفترة من ٢٠١٢ الى ٢٠١٨). نحن نتوقع ان تحد هذه العوامل من تأثيرات تكاليف الموظفين العالية واستفادة اقل من الهامش التشغيلي لشركة دلة خلال المراحل الاولى من تشغيل المستشفيات الجديدة. وقدرنا كذلك ارتفاع الهوامش من ٢٠,٦٪ في عام ٢٠١٢ الى ٢٣,١ في عام ٢٠١٨ مع تحسن مستويات الاشغال والأسعار ومنافع اقتصاديات الحجم الكبير.

- **البدء بالتوصية: احتفاظ، و السعر المستهدف: ٧٠ ريال سعودي للسهم:** تمثل شركة دلة فرصة للاستثمار في قطاع الرعاية الصحية في المملكة العربية السعودية، وذلك نظراً لتركيزها على تقديم خدمات متخصصة ضمن استراتيجية شاملة للنمو. نتوقع ان تحافظ الشركة على معدل توزيع ربح من صافي الربح بحدود ٥٠٪ خلال الفترة من ٢٠١٣ الى ٢٠١٨، وذلك بدعم من التدفقات النقدية التشغيلية القوية، حيث بدأت آثار الإنفاق الرأسمالي المخططة بالظهور بقوة على إيرادات وصافي ربح الشركة، الأمر الذي قد يؤدي إلى ارتفاع عائد الربح الموزع للسهم إلى السعر من ٢,٢٪ في عام ٢٠١٢ الى ٤,٠٪ في عام ٢٠١٨، وأن يتداول بمكرر ربحية متوقع للعام ٢٠١٤ يبلغ ١٨,٥ مرة، وذلك بزيادة عن الشركات المماثلة في المملكة العربية السعودية (متوسط مكرر الربحية: ١٨,١ مرة) وأقل من الشركات المماثلة العالمية البالغة (متوسط مكرر الربحية: ١٩,٤ مرة). ويبدو أن سعر السهم الحالي يعكس التقييم بشكل كامل. لقد استخدمنا منهجية تقييم مختلطة (تتألف من تحليل التدفقات النقدية المخصومة ومنهجية التقييم النسبي على أساس مكرري الربحية وقيمة الشركة إلى الارباح قبل الفوائد والضريبة والاستهلاك والإطفاء – Ev/EBITDA)، وتوصلنا إلى سعر مستهدف يبلغ ٧٠ ريال سعودي للسهم (ارتفاع ٣,٧٪ عن المستوى الحالي). تتمثل المخاطر الرئيسية في ارتفاع سعر السهم: تحقيق مستويات أعلى للإشغال وارتفاع أعلى للأسعار عن المتوقع. وفي حين تشمل المخاطر الأساسية في انخفاض سعر السهم المستهدف: التأخر في بدء تشغيل المستشفيات الجديدة وكذلك ارتفاع تكاليف العمالة.

ملخص التوصية

التوصية	احتفاظ
السعر المستهدف (ر.س.)	٧٠
التغير	٣,٧٪

بيانات السهم

سعر الإغلاق*	ر.س.	٦٧,٥
الرسملة السوقية	مليون ر.س.	٣,١٨٦
عدد الأسهم القائمة	مليون	٤٧,٢
أعلى سعر خلال ٥٢ أسبوع	ر.س.	٩٦,٨
أدنى سعر خلال ٥٢ أسبوع	ر.س.	٥١,٠
التغير في السعر منذ بداية السنة	٪	٢,٧٪
ربح السهم المتوقع للعام ٢٠١٤	ر.س.	٣,٦
رمز السهم (رويترز/بلومبرغ)	4004.SE	DALLAH AB

* السعر كما في ٢٥ نوفمبر ٢٠١٣

بنية المساهمة (٪)

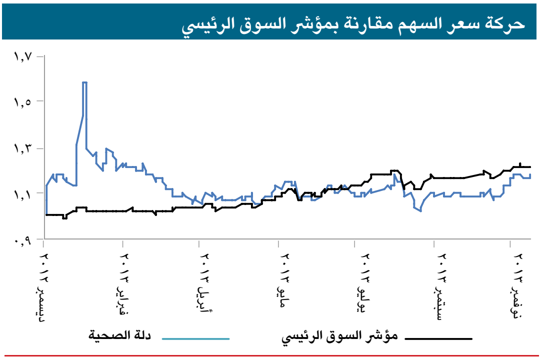
شركة دلة البركة القابضة	٥١,٧
الاستاذ محمد راشد الفقيه	٥,٢
الاستاذ طارق عثمان القصبي	٥,٢
آخرين	٧,٨
الجمهور	٣٠,١

أهم النسب السعرية

	٢٠١٣ متوقع	٢٠١٤ متوقع
مكرر الربحية (x)	٢٥,٦	١٨,٥
مكرر EV/EBITDA (x) *	١٨,٩	١٣,٧
عائد توزيعات الأرباح الى السعر (٪)	٢,٠	٢,٧

* قيمة الشركة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء

حركة سعر السهم مقارنة بمؤشر السوق الرئيسي



المصدر: بلومبرغ

ديبانجان راي
DipanjanRay@FransiCapital.com.sa
+٩٦٦ ١١ ٢٨٢٦٨٦١

عبدالعزيز جودت
AJawdat@FransiCapital.com.sa
+٩٦٦ ١١ ٢٨٢٦٨٥٦

الشركة الوطنية للرعاية الطبية

اتساع الهامش يدعم النمو

- **ارتفاع الهوامش نتيجة لزيادة الايرادات لكل مراجع:** أدرجت مؤخرا الشركة الوطنية للرعاية الصحية لتنضم بذلك إلى الشركات الأخرى المماثلة الخاصة والمدرجة. ضمن قطاع الرعاية الصحية، حققت شركة رعاية أعلى هامش ربحي بسبب تحسن مستوى عملياتها في ظل غياب أية خطط توسعية ملحوظة. نظراً لتنويع الخدمات التي تقدمها الشركة، فإن متوسط إيرادات الشركة لكل مريض هو الاعلى (٨١٧ ريال سعودي في عام ٢٠١٢). علاوة على ذلك، نتوقع ان تعمل الشركة ضمن أعلى مستويات الاشغال من خلال الاستغلال الأمثل لطاقتها الاستيعابية الحالية. يتوقع ان يرتفع الهامش التشغيلي للشركة في الخمسة أعوام المقبلة بمقدار ٤٦٠ نقطة أساس، وهي بذلك اعلى من شركة المواساة (نمو بمقدار ٦٠ نقطة اساس خلال اعوام ٢٠١٢ الى ٢٠١٨) ومن شركة دلة (نمو بمقدار ٢٥٠ نقطة اساس خلال اعوام ٢٠١٢ الى ٢٠١٨).

- **تعزيز التواجد في مدينة الرياض:** تتمثل الاستراتيجية التوسعية للشركة الوطنية في تعزيز تواجدها في مدينة الرياض (بما يقارب ٢٫٦٪ من سوق الأسرة في عام ٢٠١١) وكذلك في تقديم خدمات رعاية صحية مميزة عن غيرها من الشركات المماثلة. تماشيا مع استراتيجية الشركة، فقد أضافت الشركة ٢٠٠ سرير الى مستشفى الرياض الوطني، لترتفع بذلك الطاقة الاستيعابية للمستشفى من ١٠٠ سرير الى ٣٠٠ سرير في الربع الرابع ٢٠١٣ ولتقدم بذلك خدمات متخصصة. نعتقد ان الشركة قد تكبدت نفقات رأسمالية إضافية بقيمة ٥٤٥ مليون ريال سعودي. كما بدأت الشركة مؤخراً في اطلاق المستشفى الجديد، على اية حال، نتوقع ان يكون لهذه الزيادة في الطاقة الاستيعابية دور في المساهمة في زيادة إيرادات الشركة اعتبارا من الربع الثاني ٢٠١٤. علاوة على ذلك، تخطط الشركة لإنشاء اربعة مراكز لطب العائلة، مما يتطلب نفقات رأسمالية بقيمة ٩٨٫٤ مليون ريال سعودي، بينما نتوقع ان يبدأ مركزين منهم بتقديم خدماته الصحية في عام ٢٠١٤.

- **عدم وجود عامل محفز قوي يقلل من التوقعات الإيجابية على المدى البعيد:** تركز الشركة على تحسين مستوى خدماتها المقدمة في ظل عدم وجود أية خطط حالية للتوسع في طاقتها الاستيعابية مقارنةً مع الشركات الأخرى في قطاع خدمات الرعاية الصحية. إن الطاقة الاستيعابية المحدودة للشركة ستحد من قدرتها في الاستفادة من نمو الطلب على خدمات قطاع الرعاية الصحية في المملكة العربية السعودية. ولكن، وبالنظر إلى أرصدة النقد لدى الشركة، فإن هذا قد يدفعها للقيام بعملية استحواذ مما يشكل عاملاً محفزاً لنمو شركة رعاية.

- **البدء بالتغطية بتوصية "احتفاظ" بسعر مستهدف ٥٦ ر.س. للسهم:** تركز شركة الرعاية على زيادة العوائد من خلال الاستغلال الأمثل للطاقة الاستيعابية، الأمر الذي سيؤدي إلى تحقيق نمو بنسب تقارب ١٣٫٨٪ و١٧٫٥٪ في الإيرادات وصافي الربح على التوالي، وذلك خلال اعوام ٢٠١٢ الى ٢٠١٨. بالنظر إلى الأداء المالي القوي للشركة، آخذين بعين الاعتبار مستوياتها النقدية الجيدة، حيث بلغ صافي النقد ٩٨ مليون ر.س. في الربع الثالث ٢٠١٣، مما سيمكنها في الاستمرار بدفع توزيعات الارباح بنسبة ٦٠٪ خلال اعوام ٢٠١٣ الى ٢٠١٨ متوقع. يتوقع أن يرتفع العائد على توزيع الربح إلى سعر السهم إلى ٧٪ في عام ٢٠١٨ مقابل ١٫٩٪ في عام ٢٠١٢، وكما يتوقع أن يتداول سهم الشركة بمكرر ربحية يبلغ ١٨٫٠ مرة لعام ٢٠١٤ وذلك بمستوى أقل من الشركات المماثلة الأخرى المحلية والعالمية. نظراً لعدم وجود عامل محفز قوي نتيجة لعدم وجود خطط لرفع الطاقة الاستيعابية، فإن هذا من شأنه أن يحد من فرص النمو للشركة، ولهذا سنبدأ تغطيتنا لسهم شركة رعاية بتوصية "احتفاظ" وبسعر مستهدف يبلغ ٥٦ ر.س، وفي حين تتضمن المخاطر الرئيسية على السعر المستهدف هو ارتفاع سعر السهم نتيجة لإعلانات جديدة عن إضافات للطاقة الاستيعابية وارتفاع معدل الاشغال، كما تتضمن المخاطر الرئيسية على سعر السهم المستهدف انخفاضاً هو انخفاض أسعار الخدمات عن المتوقع.

ملخص التوصية

التوصية	احتفاظ
السعر المستهدف (ر.س.)	٥٦٫٠
التغير	٢٫٨٪

بيانات السهم

سعر الإغلاق*	ر.س.	٥٤٫٥
الرسملة السوقية	مليون ر.س.	٢٫٤٤٤
عدد الأسهم القائمة	مليون	٤٤٫٩
أعلى سعر خلال ٥٢ أسبوع	ر.س.	٢٠٠٫٠
أدنى سعر خلال ٥٢ أسبوع	ر.س.	٤٩٫٦
التغير في السعر منذ الإدراج	٪	(٥٥٫٣٪)
ربح السهم المتوقع لعام ٢٠١٤	ر.س.	٣٫٠
رمز السهم (رويترز/بلومبرغ)	4005.SE	CARE AB

* السعر كما في ٢٥ نوفمبر ٢٠١٣

بنية المساهمة (٪)

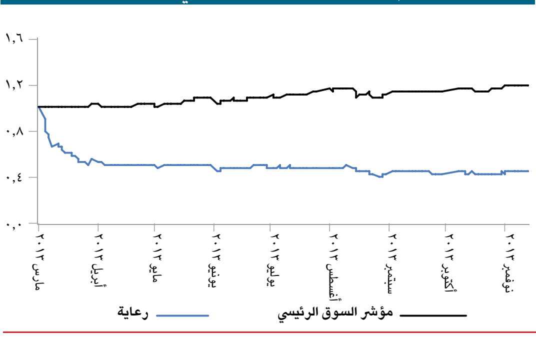
الجمهور	٣٨٫٣
المؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية	٣٥٫١
شركة فال العربية القابضة المحدودة	٢٦٫٦

أهم النسب السعرية

	٢٠١٣ متوقع	٢٠١٤ متوقع
مكرر الربحية (x)	٢٣٫٢	١٨٫٠
مكرر EV/EBITDA (x) *	١٦٫٩	١٤٫٣
عائد توزيعات الأرباح الى السعر (٪)	٢٫٧	٣٫٤

* قيمة الشركة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء

حركة سعر السهم مقارنة بمؤشر السوق الرئيسي



المصدر: بلومبرغ

ديبانجان راي
DipanjanRay@FransiCapital.com.sa
+٩٦٦ ١١ ٢٨٢٦٨٦١

عبدالعزيز جودت
AJawdat@FransiCapital.com.sa
+٩٦٦ ١١ ٢٨٢٦٨٥٦




معلومات الاتصال

دائرة الأبحاث والمشورة

Research&Advisory@FransiCapital.com.sa

السعودي الفرنسي كابيتال

مركز الاتصال

٨٠٠ ١٢٥ ٩٩٩٩

الموقع الإلكتروني

www.sfc.sa

شركة السعودي الفرنسي كابيتال ذ.م.م.

سجل تجاري رقم ١٠١٠٢٣١٢١٧، صندوق بريد ٢٣٤٥٤، الرياض ١١٤٢٦،

المملكة العربية السعودية، المركز الرئيسي – الرياض

مرخصة من قبل هيئة السوق المالية بترخيص رقم (٣٧-١١١٥٣)





اخلاء المسؤولية

تـم اعـداد هذا التقرير من قبل شركة السـعودي الفرنسي كابيتال، شركة اسـتثمارية متخصصة لخدمات البنوك الاسـتثمارية، ادارة الأصول، الوسـاطة، الأبحاث، وخدمات الحافظ الأمين. يمكن أن يكون لشركة السعودي الفرنسي كابيتال أو شركتها التابعة علاقة بالشركة محل هذا التقرير و/أو أوراقها المالية.

يعتمـد هـذا التقرير على المعلومات المتاحة للعمـوم والتي نعتقد بثقتها، ولكننا لا نقدمهـا كمعلومات دقيقة أو مكتملة، وبالتالي لا يجـب الاتكال عليها كمعلومات متكاملـة أو دقيقـة. وعليـه، لا نقدم أو نضمـن، لا صراحة ولا ضمناً، وينبغي أن لا يعول عـلى عدالة أو دقة أو اكتمال أو صحة المعلومـات والآراء المتضمنة في هذا التقرير.

تم اعداد هذا التقرير لأغراض المعلومات العامة فقط، ولا يسمح بإعادة انتاجه أو توزيعه لأي شخص. لا يعتبر هذا التقرير دعوة أو عرضاً لشراء أو بيع أي أوراق مالية. لم يأخذ التقرير في الاعتبار موائمة الاسـتثمار لطبيعة المسـتثمر. تحديداً، لم يتم خصيص هذا التقرير ليلائم أهداف استثمارية محددة، أو وضع مالي معين، أو درجة المخاطر المرغوبة، أو احتياجات أي شـخص متلقي لهذا التقرير. تنصح شركة السـعودي الفرنسي كابيتال بشـدة أي مسـتثمر محتمل أن يطلب إرشـاد قانوني، محاسـبي ومالي لدى اتخاذ القرار حول الاسـتثمار في الأوراق المالية وملائمتها لمتطلباته/متطلباتها. تتضمن أي توصيات اسـتثمارية متضمنة في التقرير المخاطر والعوائد المتوقعة.

إن شركة السعودي الفرنسي كابيتال غير مسؤولة، بإجمالي القوانين والأنظمة المطبقة، عن أي خسارة ناتجة عن هذا التقرير أو أي من محتوياته أو ما يعلق به. قد لا تتحقق التوقعات المستقبلية الخاصة بالتوقعات المالية وتقديرات القيمة العادلة. إن جميع الآراء والتقديرات المتضمنة في التقرير تعتمد على رأي شركة السعودي الفرنسي كابيتال بتاريخ اعداد التقرير، والتي يمكن أن تتغير دون إشعار. إن الأداء الماضي لأي استثمار لا يعكس بالضرورة النتائج المستقبلية. قيمة الأوراق المالية، أو الدخل منها، أو أسعارها أو عملاتها، يمكن أن ترتفع أو تنخفض. من المحتمل أن يسترجع المستثمر قيمة أقل من قيمة الاستثمار الفعلي. أيضاً، يمكن أن يخضع الاسـتثمار الى رسـوم على الاسـتثمار في الأوراق المالية. يمكن أن يؤدي التغير في أسعار صرف العملات الى تغيرات كبيرة في قيمة أو سعر أو الدخل من ورقة مالية. لا يسمح بإعادة انتاج هذا التقرير أو أي أجزاء منه دون الحصول على الموافقة الخطية من شركة السعودي الفرنسي كابيتال. لا يجوز توزيع هذا التقرير أو نسخ منه خارج المملكة العربية السعودية حيث من الممكن أن يكون توزيعه ممنوع قانوناً. يجب على الأشخاص مستلمي التقرير أن يكونوا على دراية بمثل هذا المنع والالتزام مثل هذه القيود. باستلام هذا التقرير، يوافق المستلم على الالتزام بالقيود السابقة.

السعودي الفرنسي كابيتال، شركة محدودة المسؤولية؛ سجل تجاري ١٠١٠٢٣١٢١٧، صندوق بريد: ٢٣٤٥٤، الرياض ١١٤٢٦ المملكة العربية السعودية، المركز الرئيسي - الرياض. شركة مرخصة وخاضعة لأنظمة هيئة السوق المالية السعودية بموجب الترخيص رقم (١١١٥٣-٣٧).